



Sveučilište u Zagrebu  
**EKONOMSKI FAKULTET**  
Zagreb - Hrvatska

Trg J. F. Kennedyja 6  
10000 Zagreb, Hrvatska  
Telefon +385(0)1 238 3333  
<http://www.efzg.hr/wps>  
[wps@efzg.hr](mailto:wps@efzg.hr)

## SERIJA ČLANAKA U NASTAJANJU

---

Članak broj 11-02

Vlatka Bilas  
Sanja Franc  
Vanja Cvitković

# Zaduženost Republike Hrvatske i zemalja srednje i istočne Europe



SVEUČILIŠTE U  
ZAGREBU



# Zaduženost Republike Hrvatske i zemalja srednje i istočne Europe

---

Vlatka Bilas

[vbilas@efzg.hr](mailto:vbilas@efzg.hr)

Ekonomski fakultet – Zagreb  
Sveučilište u Zagrebu  
Trg J. F. Kennedya 6  
10 000 Zagreb, Hrvatska

Sanja Franc

[sfranc@efzg.hr](mailto:sfranc@efzg.hr)

Ekonomski fakultet – Zagreb  
Sveučilište u Zagrebu  
Trg J. F. Kennedya 6  
10 000 Zagreb, Hrvatska

Vanja Cvitković

[vanja.cvitkovic@gmail.com](mailto:vanja.cvitkovic@gmail.com)

Sve izneseno u ovom članku u nastajanju stav je autora i ne odražava nužno službena stajališta Ekonomskog fakulteta u Zagrebu. Članak nije podvrgnut uobičajenoj recenziji. Članak je objavljen kako bi se potaknula rasprava o rezultatima istraživanja u tijeku, a u svrhu njegovog poboljšanja prije konačnog objavljivanja.

Copyright siječanj 2011 by Vlatka Bilas, Sanja Franc & Vanja Cvitković

Sva prava pridržana.

Dijelove teksta dopušteno je citirati uz obavezno navođenje izvora.

### Sažetak

Zaduženost tranzicijskih zemalja posljedica je njihove veće potrošnje od proizvodnje i štednje. Cilj rada je dati točan i precizan pregled zaduživanja Republike Hrvatske i odabranih zemalja srednje i istočne Europe te utvrditi granice održivog zaduživanja tih zemalja pomoću odabranih pokazatelja inozemne zaduženosti. Osim Hrvatske, analizom su obuhvaćene sljedeće zemlje: Bugarska, Češka, Mađarska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija. Inozemni dug u Hrvatskoj, ali i u ostalim promatranim zemljama, ima tendenciju vrlo rapidnog rasta, bez ikakve naznake da bi se to u budućnosti moglo promijeniti. Situacija u Hrvatskoj je zabrinjavajuća jer ona ima najviši udio inozemnog duga u prihodima od izvoza roba i usluga, visoki udio vanjskog duga u BDP-u, visoki inozemni dug i visoki inozemni dug *per capita* te bi stoga svako daljnje zaduživanje trebalo ograničiti jer postoji opasnost od nemogućnosti servisiranja inozemnog duga.

### Ključne riječi

inozemni dug, pokazatelji inozemne zaduženosti, Republika Hrvatska, zemlje srednje i istočne Europe

### JEL klasifikacija

F3

## 1. UVOD

Jedan od središnjih svjetskih problema već više od dva desetljeća je svakako i dužnički problem. Od 1980-ih godina dužnička kriza je uzela sve više maha, o čemu govori i činjenica da su uz tranzicijske zemlje, dužničkoj krizi sve više izložene i one razvijenije. Međutim, i dalje najveći problem odnosi se na skupinu zaduženih zemalja u razvoju koje teško izvršavaju svoje kreditne obveze. Posljedica sve veće zaduženosti zemalja u razvoju je posljedica njihovog privrednog razvoja budući da zemlje u razvoju, kako bi oživjele svoju privredu, formiraju razvojnu politiku temeljenu na brzom rastu domaće potrošnje od proizvodnje što onda dovodi do porasta inozemne zaduženosti. Ono što osobito zabrinjava je činjenica da inozemna zaduženost, kao posljedica višegodišnje neravnoteže u tekućim bilancama plaćanja zemalja u razvoju, danas predstavlja najveću opasnost cjelokupnom svjetskom financijskom i ekonomskom sustavu.

Problem istraživanja ovog rada ogleda se u neumjerenom zaduživanju zemalja srednje i istočne Europe. Zabrinjavajuće je to da većina tih zemalja bilježi konstantan porast zaduženosti bez ikakve naznake da bi se to u budućnosti moglo promijeniti. U radu je prikazan detaljan obuhvat zaduživanja zemalja srednje i istočne Europe, uključujući i Hrvatsku, te su utvrđeni razlozi koji su doveli do takvog stanja, radi što potpunijeg sagledavanja budućnosti gospodarskog sustava tih zemalja.

## 2. ANALIZA ZADUŽENOSTI ZEMALJA SREDNJE I ISTOČNE EUROPE

Optimistična očekivanja u bivšim socijalističkim zemljama, kako će brzom tranzicijom oživjeti svoja gospodarstva, pokazala su se nerealnima. Došlo je do pada proizvodnje, rasta nezaposlenosti i sve izraženijih socijalnih tenzija. Sve zemlje u razvoju, ali i one razvijene, teško pogađa problem zaduženosti, stoga treba biti oprezan kada je u pitanju razina zaduživanja i mogućnost servisiranja duga te učinkovito investiranje inozemnih sredstava.

Razlozi nastanka zaduženosti u promatranim tranzicijskim zemljama srednje i istočne Europe nisu isti kao i u razvijenim zemljama. Obveze plaćanja tzv. stare devizne štednje, sanacije velikih banaka, ali i preuzimanje inozemnog duga bivšeg socijalističkog režima, samo su neki od čimbenika koji su uzrok rastućih obveza zemlje. Takva potraživanja nije bilo moguće platiti tekućim prihodima pa je zaduživanje bilo neophodno (Kersan-Škabić i Mihovilović, 2006., str. 82.).

### 2.1. Ukupni inozemni dug i inozemni dug *per capita* odabranih zemalja

U nastavku je prikazana tablica 1. koja sadrži podatke o inozemnom dugu odabranih zemalja srednje i istočne Europe, u milijunima USD. Analizom su obuhvaćene sljedeće zemlje: Bugarska, Hrvatska, Češka, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija.

**Tablica 1.** Ukupni inozemni dug od 2000.-2008. godine, u mil. USD

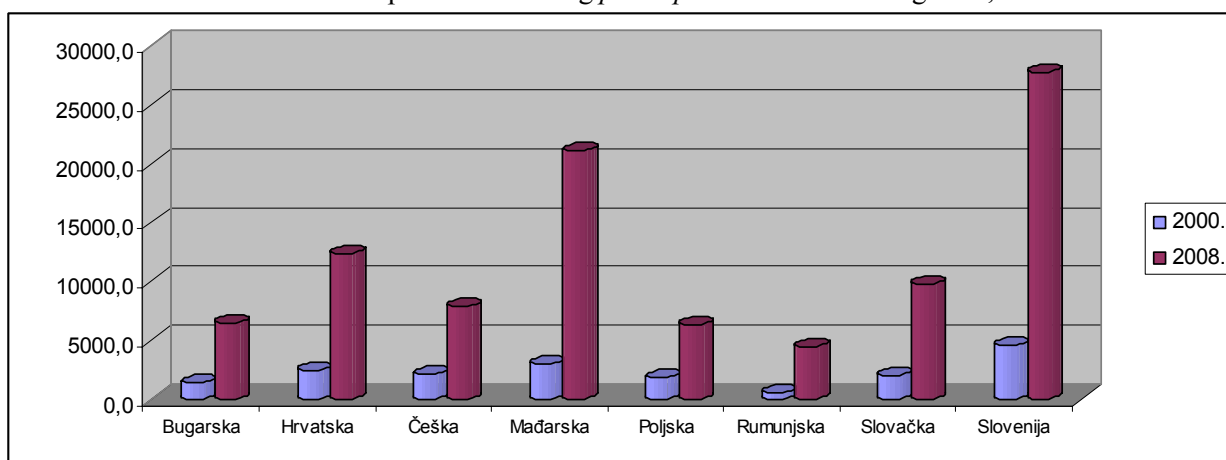
| <b>Ukupni inozemni dug</b> | <b>2000.</b> | <b>2001.</b> | <b>2002.</b> | <b>2003.</b> | <b>2004.</b> | <b>2005.</b> | <b>2006.</b> | <b>2007.</b> | <b>2008.</b> |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Bugarska                   | 10.662       | 10.651       | 10.966       | 13.073       | 16.972       | 17.826       | 27.250       | 42.674       | 51.456       |
| Hrvatska                   | 10.861       | 12.009       | 15.326       | 24.345       | 31.237       | 30.375       | 38.533       | 48.929       | 54.769       |
| Češka                      | 21.608       | 22.374       | 26.983       | 34.893       | 45.241       | 46.453       | 57.180       | 76.043       | 80.428       |
| Mađarska                   | 30.308       | 33.006       | 40.399       | 58.067       | 75.863       | 79.365       | 125.035      | 169.352      | 215.265      |
| Poljska                    | 69.463       | 71.970       | 84.875       | 107.274      | 129.989      | 132.926      | 169.636      | 234.052      | 243.477      |
| Rumunjska                  | 11.069       | 13.196       | 16.496       | 21.912       | 28.834       | 36.651       | 54.432       | 85.422       | 96.876       |
| Slovačka                   | 10.804       | 11.043       | 13.188       | 18.090       | 23.764       | 27.053       | 32.206       | 44.309       | 52.527       |
| Slovenija                  | 8.828        | 9.179        | 11.932       | 16.703       | 20.899       | 24.193       | 31.653       | 51.203       | 54.608       |

Izvor: United Nations Economic Commission for Europe [online]. Dostupno na:  
<http://w3.unece.org/pxweb/DATABASE/STAT/Economics.stat.asp> [10. listopada 2010.]

Između promatranih zemalja, najveću apsolutnu vrijednost inozemnog duga imaju Poljska (69.463 mil. USD krajem 2000., tj. 243.477 mil. USD krajem 2008.) i Mađarska (30.308 mil. USD krajem 2000., odnosno 215.265 mil. USD krajem 2008. godine). Slijede Rumunjska, Češka, Hrvatska i Slovenija, dok je najniža vrijednost inozemnog duga krajem 2008. godine zabilježena kod Bugarske i iznosi 51.456 mil. USD.

Ukupna zaduženost raste u razdoblju od 2000. do 2008. godine u svim promatranim zemljama. Najveći porast ukupnog inozemnog duga zabilježen je kod Rumunjske (775% u odnosu na 2000. godinu, odnosno, povećanje sa 11.069 mil. USD u 2000. godini na 96.876 mil. USD), slijede Mađarska (610%), Slovenija (519%), Hrvatska (404%), Slovačka (386%) te Bugarska (383%). Najmanji rast ukupnog inozemnog zaduženja zabilježen je kod Poljske (251%). Međutim, valja uzeti u obzir da apsolutne vrijednosti ukupnog inozemnog duga ne govore mnogo jer je logično da će veća zemlja imati i veći inozemni dug. Stoga je bolji pokazatelj iznos inozemnog duga po glavi stanovnika, tj. inozemni dug *per capita* koji je prikazan grafikonom 1.

**Grafikon 1.** Ukupni inozemni dug *per capita* u 2000. i 2008. godini, u USD



Izvor: Eurostat, *Total population* [online] i vlastita obrada. Dostupno na:  
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tps00001&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1> [26. listopada 2010.]

Iz grafikona 1. se može uočiti da je Slovenija u promatranim godinama imala najveći ukupni inozemni dug *per capita* (4.498,4 USD u 2000., odnosno 27.804,0 USD u 2008. godini), slijedi Mađarska (2.971,9 USD u 2000., odnosno 21.107,9 USD u 2008. godini). Hrvatska je na trećem mjestu zaduženosti u odnosu na broj stanovnika (2.447,6 USD u 2000., odnosno 12.342,4 USD u 2008. godini), dok je najmanje zadužena zemlja prema ovoj analizi Rumunjska (510,5 USD u 2000., odnosno 4.468,2 USD u 2008. godini).

Ukupni inozemni dug *per capita* u promatranom razdoblju se znatno povećao u svim zemljama, a najveći porast u odnosu na 2000. godinu ostvaren je u Rumunjskoj gdje je ukupni inozemni dug *per capita* porastao za 775% u 2008. godini. Slijedi Mađarska čiji je ukupni inozemni dug po broju stanovnika 2008. godine 6 puta veći u odnosu na 2000. te Slovenija u kojoj je inozemni dug *per capita* porastao 5 puta. U Hrvatskoj je ostvaren porast od 404%, dok je najmanji porast ukupnog inozemnog duga po broju stanovniku u 2008. u odnosu na 2000. godinu ostvaren u Češkoj (272%) i Poljskoj (251%).

## 2.2. Odabrani pokazatelji inozemne zaduženosti

Apsolutne vrijednosti ukupnog inozemnog duga ne daju odgovor o mogućnosti servisiranja postojećeg duga, stoga je potrebno analizirati pokazatelje zaduženosti da bi se dobio odgovor na to pitanje.

Tablica 2. prikazuje odnos ukupnog inozemnog duga i BDP-a (D/BDP) u promatranim zemljama u razdoblju od 2003. do 2008. godine.

**Tablica 2.** Ukupni inozemni dug u postotku BDP-a za razdoblje od 2003. do 2008. godine

| Ukupni inozemni dug u % BDP-a | 2003. | 2004. | 2005. | 2006. | 2007. | 2008. |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bugarska                      | 67,2  | 70,1  | 71,3  | 86,0  | 107,6 | 103,5 |
| Hrvatska                      | 66,3  | 70,0  | 72,1  | 74,9  | 77,6  | 82,4  |
| Češka*                        | 37,9  | 41,2  | 37,5  | 39,8  | 43,3  | 38,5  |
| Mađarska                      | 61,6  | 67,1  | 76,5  | 90,5  | 96,8  | 114,4 |
| Poljska                       | 49,5  | 51,4  | 43,7  | 49,7  | 54,8  | 46,2  |
| Rumunjska                     | 37,6  | 39,3  | 38,9  | 42,9  | 48,5  | 49,0  |
| Slovačka                      | 39,5  | 42,3  | 43,4  | 46,5  | 52,7  | 53,3  |
| Slovenija                     | 52,7  | 56,7  | 71,3  | 77,5  | 100,6 | 105,7 |

\* Podaci za Češku prema DB Research [online]. Dostupno na: [http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?rwdsp1=0&rwnode=CIB\\_INTERNET\\_EN-PROD%CIBMAP&rwsite=CIB\\_INTERNET\\_EN-PROD](http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?rwdsp1=0&rwnode=CIB_INTERNET_EN-PROD%CIBMAP&rwsite=CIB_INTERNET_EN-PROD)

Izvor: EBRD, *Transition report* [online]. Dostupno na: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR09g.pdf> [12. listopada 2010.]

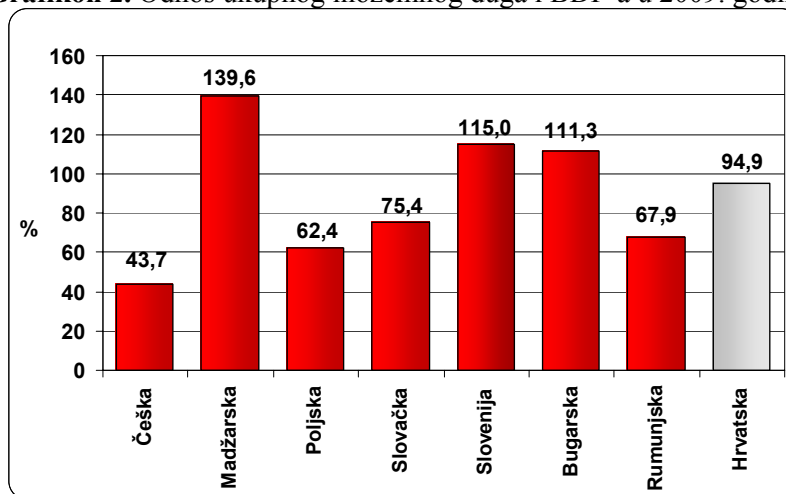
Na temelju analize pokazatelja D/BDP može se zaključiti da su 2003. godine najzaduženije zemlje bile Bugarska, u kojoj je na ukupni inozemni dug otpadalo 67,2% BDP-a, i Hrvatska s 66,3% udjela inozemnog duga u BDP-u. Slijede Mađarska (61,6%), Slovenija (52,7%), Poljska (49,5%). Najmanje zadužene zemlje prema ovom pokazatelju su Slovačka (39,5%), Češka (37,9%) i Rumunjska (37,6%).

U 2008. godini najzaduženija zemlja je Mađarska sa 114,4% udjela inozemnog duga u BDP-u. Slijede Slovenija (105,7%) i Bugarska (103,5%). Najmanje zadužena zemlja je Poljska (46,2%) te ponovno Češka sa 38,5%.

Ukoliko se promatra porast zaduženosti u odnosu na BDP u 2003. i 2008. godini, najveći porast ima Slovenija (čak 101% u odnosu na 2003. godinu, tj. sa 52,7% u 2003. na 105,7% u 2008. godini), a slijede Mađarska (86,0%) i Bugarska (54,0%). Prema ovom pokazatelju, samo je Poljska smanjila svoj dug za oko 7% (sa 49,5% u 2003. na 46,2% u 2008. godini).

Prema kriteriju Svjetske banke, u manje zadužene zemlje u 2008. godini ubrajaju se Češka i Poljska budući da je u tim zemljama D/BDP < 48%.

U nastavku slijedi grafikon 2. koji prikazuje odnos ukupnog inozemnog duga i bruto domaćeg proizvoda u 2009. godini za promatrane zemlje.

**Grafikon 2.** Odnos ukupnog inozemnog duga i BDP-a u 2009. godini

Izvor: Hrvatska narodna banka, Standardni prezentacijski format [online]. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm> [12. listopada 2010.]

Godine 2009. i dalje najzaduženija zemlja je Mađarska u kojoj na ukupni inozemni dug otpada čak 139,6% BDP-a, a najmanje zadužena Češka sa 43,7% BDP-a koja je te godine, prema kriteriju Svjetske banke, jedina manje zadužena zemlja. U srednje zadužene zemlje ubraja se Poljska, Rumunjska i Slovačka jer je odnos ukupnog inozemnog duga i bruto domaćeg proizvoda manji od 80%. Republika Hrvatska, Bugarska, Slovenija i Mađarska klasificiraju se kao visoko zadužene zemlje u 2009. godini. Važno je napomenuti da iako Slovenija ima udio inozemnog duga u BDP-u veći nego RH, ona se nalazi u Eurozoni i zoni valutnog područja u kojoj joj je inozemni dug pa je stoga u boljoj poziciji od Hrvatske.

Omjer inozemnog duga i BDP-a je pokazatelj koji se najčešće koristi prilikom procjene inozemne zaduženosti. No, nije dobar indikator za predviđanje budućih financijskih kriza. Neke zemlje Južne Amerike i Jugoistočne Azije ulazile su u financijske krize s relativno malim udjelom inozemnog duga u BDP-u, dok su druge zemlje (uključene u globalizacijske procese) imale visoke stope gospodarskog rasta unatoč visokom udjelu inozemnog duga u BDP-u (Jošić, 2008., str. 187.).

U skladu s navedenim u nastavku je prikazana tablica 3. s drugim važnim pokazateljem stanja inozemne zaduženosti, a radi se o udjelu inozemnog duga u postotku izvoza roba i usluga. Činjenica je da zaduživanje nije problem ukoliko zemlje ostvaruju visoke prihode putem izvoza roba i usluga, no situacija je najčešće obratna; zemlje se zadužuju budući da ne mogu pokrivati obveze koje proizlaze iz prevelikog uvoza.

**Tablica 3.** Ukupni inozemni dug u postotku izvoza roba i usluga za razdoblje od 2003.-2008. godine

| <b>Ukupni inozemni dug u % izvoza robe i usluga</b> | <b>2003.</b> | <b>2004.</b> | <b>2005.</b> | <b>2006.</b> | <b>2007.</b> | <b>2008.</b> |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Bugarska  | 133,8        | 123,8        | 119,8        | 133,5        | 169,7        | 168,8        |
| Hrvatska  | 151,3        | 161          | 168,6        | 172,2        | 181,2        | 197,2        |
| Češka*  | 71,7         | 67,3         | 59,6         | 60,1         | 61,9         | 56,8         |
| Mađarska  | 100,0        | 103,7        | 111,0        | 118,0        | 121,6        | 140,5        |
| Poljska   | 148,6        | 136,4        | 118          | 122,9        | 133,8        | 113,8        |
| Rumunjska   | 108,5        | 109,5        | 116,2        | 133,4        | 158,9        | 190,0        |
| Slovačka  | 72,0         | 75,8         | 74,5         | 68,7         | 68,7         | 67,0         |
| Slovenija   | 95,3         | 97,6         | 115,1        | 116,8        | 145,3        | 156,4        |

\* Podaci za Češku prema DB Research [online]. Dostupno na: [http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?rwdspl=0&rwnode=CIB\\_INTERNET\\_EN-PROD\\$CIBMAP&rwsite=CIB\\_INTERNET\\_EN-PROD](http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?rwdspl=0&rwnode=CIB_INTERNET_EN-PROD$CIBMAP&rwsite=CIB_INTERNET_EN-PROD) [12. listopada 2010.]

Izvor: EBRD, Transition report [online]. Dostupno na: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR09g.pdf> [10. listopada 2010.]

Prema pokazatelju odnosa ukupnog inozemnog duga i izvoza roba i usluga, najzaduženija zemlja 2003. godine bila je upravo Hrvatska, u kojoj je ukupni inozemni dug činio 151,3% izvoza roba i usluga. Slijede Poljska (148,6%) i Bugarska (133,8%), dok su najmanje vrijednosti zabilježene kod Češke (71,7%) i Slovačke (72,0%)

U posljednjoj analiziranoj godini situacija se nije znatno promijenila te je Hrvatska i dalje najzaduženija zemlja prema pokazatelju D/X koji iznosi čak 197,2%, a Češka je i dalje najmanje zadužena s 56,8% ukupnog inozemnog duga u izvozu roba i usluga.

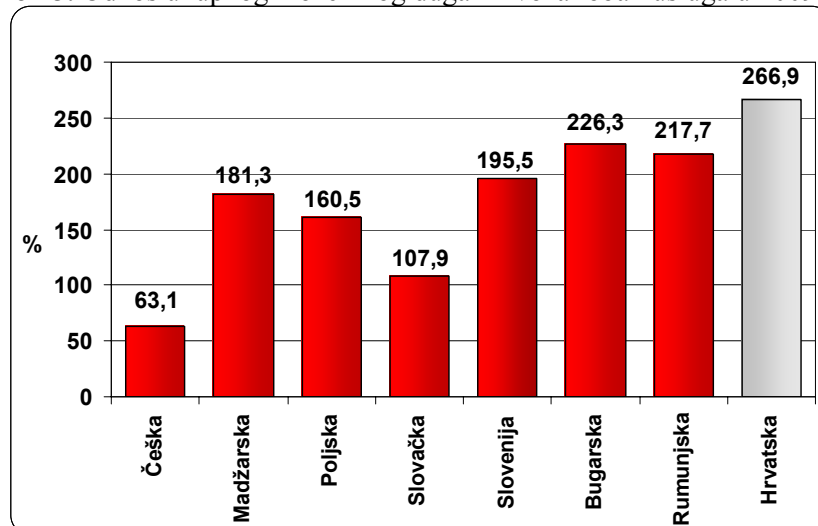
Ukoliko se promatra porast zaduženosti u odnosu na izvoz roba i usluga u 2003. i 2008. godini, najveći porast bilježi Rumunjska (75% u odnosu na 2003. godinu, tj. 108,5% u 2003., a 190,0% u 2008. godini). Slijede Slovenija (64,0%) i Mađarska (41,0%). Kao i kod prethodnog pokazatelja stanja zaduženosti, Poljska je u 2008. godini uspjela smanjiti i udio inozemnog duga u postotku izvoza roba i usluga za 31% u odnosu na 2003. godinu (s 148,6% u 2003. na 113,8% u 2008.). Uz Poljsku, i Češka i Slovačka bilježe smanjenje ovog pokazatelja u 2008. u odnosu na 2003. godinu, Češka za 26%, a Slovačka za oko 7%.

Prema kriteriju Svjetske banke u manje zadužene zemlje u 2008. godini ubrajaju se Češka, Slovačka i Poljska jer je u tim zemljama D/X < 132%, a sve ostale promatrane zemlje klasificiraju se u srednje

zadužene budući da je udio inozemnog duga u izvozu roba i usluga manji od 220%. (Bilas i Grgić, 2008., str. 581).

Slijedi grafikon 3. koji prikazuje odnos ukupnog inozemnog duga i izvoza roba i usluga u 2009. godini za promatrane zemlje srednje i istočne Europe.

**Grafikon 3.** Odnos ukupnog inozemnog duga i izvoza roba i usluga u 2009. godini



Izvor: Hrvatska narodna banka, Standardni prezentacijski format [online]. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm> [12. listopada 2010.]

U 2009. godini između analiziranih zemalja Hrvatska zauzima prvo mjesto prema razini ukupnog inozemnog duga u izvozu roba i usluga (266,9%). U Bugarskoj ukupni inozemni dug čini 226,3% izvoza roba i usluga. Zabrinjavajuća je činjenica da su te dvije zemlje prema kriteriju Svjetske banke prešle iz srednje zaduženih u visoko zadužene jer je u 2009. godini taj pokazatelj veći od 220%. U srednje zadužene zemlje ubraja se Rumunjska (217,7%), Slovenija (195,5%), Mađarska (181,3%) i Poljska (160,5%). Češka je i dalje najmanje zadužena zemlja sa 63,1%, a u tu skupinu u 2009. godini ubraja se još samo Slovačka sa 107,9%.

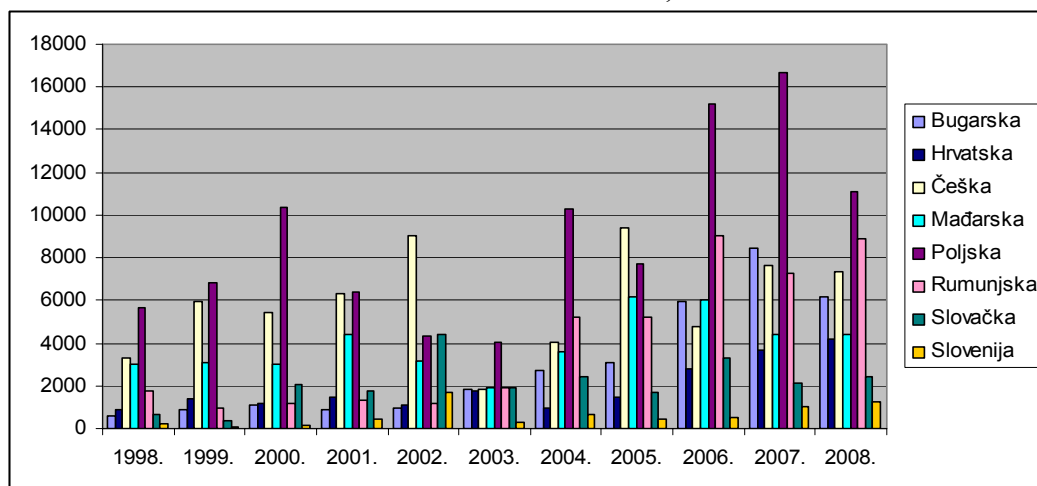
### 2.3. Utjecaj inozemnih izravnih ulaganja na zaduženost promatranih zemalja

Jedna od najčešće spominjanih opcija za rješavanje povrata dugova jesu inozemna izravna ulaganja (engl. *foreign direct investment* – FDI). FDI se mogu promatrati kao izvor svježeg inozemnog kapitala koji služi za pokrivanje deficita tekućeg računa, kao način povećanja domaćih ulaganja te kao izvor utjecaja na bilancu dohotka koja je dio tekućeg računa. Priljevi FDI koji su veći od deficita tekućeg računa, poslužiti će za pokrivanje vanjskog duga, doprinijeti će akumulaciji rezervi, i u konačnici, poboljšanju rejtinga zemlje primateljice (*online* izvor: Foreign direct investments effects on balance of payments, 2003.). U zemljama u kojima se ekonomski uvjeti smatraju otežanima, osobito u odabranim zemljama u razvoju, prisustvo inozemnih poduzeća i projekata je najsigurniji način za dobivanje financijske podrške međunarodnih financijskih institucija.

Motivi zemalja primatelja izravnih inozemnih ulaganja su društvene koristi koje će se u njima ostvariti, a koje se ogledaju u transferu tehnologije, znanja i vještina i njihova prelijevanja, te pozitivnom utjecaju istih na gospodarski rast, vanjsku trgovinu, zaposlenost, investicije i zaštitu okoliša u zemlji domaćinu. (Bilas i Franc, 2006., str. 6.).

Grafikon 4. prikazuje priljev izravnih inozemnih ulaganja u promatrane zemlje od 1998. do 2008. godine.



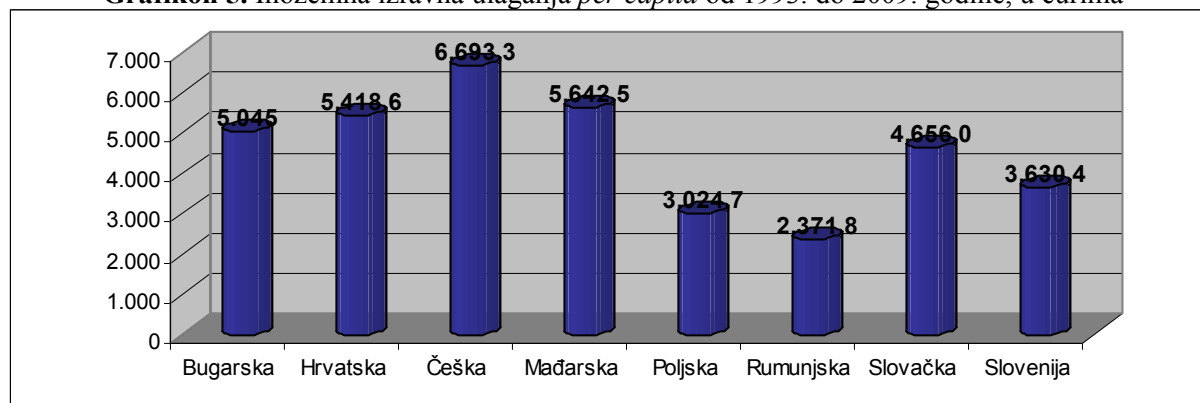
**Grafikon 4.** FDI od 1998. do 2008., u mil. EUR

Izvor: Hrvatska narodna banka, Standardni prezentacijski format [online] i vlastita obrada. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm> [5. svibnja 2010.]

Vidljivo je da je tijekom cijelog promatranog razdoblja Poljska privukla najviše inozemnih izravnih ulaganja, a potom slijede Češka i Mađarska. Upravo su te tri države ostvarile izuzetno velik napredak u procesu tranzicije. Godine 1998. najveći priljev ima Poljska (5.676,0 mil. EUR), dok je najmanji priljev FDI-a ostvarila Slovenija, svega 194,3 mil. EUR. Tranzicija Slovenije odstupala je od tranzicije ostalih zemalja. Naime, njezin odnos prema reformi bio je poprilično konzervativan te je inflaciju tolerirala u znatno većoj mjeri nego što je to bilo prihvatljivo. (Kačan, 2005., str. 145.). Može se reći da je uloga inozemnog kapitala u tranzicijskim zemljama rasla proporcionalno brzini kojom su one ostvarile transformaciju i reformu prema tržišnom gospodarstvu te postizale određeni stupanj ekonomske stabilizacije i rasta.

U 2007. godini dosegnuta je rekordna razina FDI u promatranim zemljama, no već u 2008. godini bilježi se pad (izuzev Hrvatske i Slovačke) ili stagnacija što je posljedica pritiska globalne financijske i gospodarske krize. Uspoređujući Hrvatsku s promatranim zemljama uočava se da je u posljednjih par godina prije globalne krize bilježila sve veći priljev FDI, no također se može zaključiti da FDI nisu rezultirale željenim efektima, uglavnom stoga što nisu bile usmjerene u proizvodne, izvozno orijentirane sektore.

S obzirom da se promatrane tranzicijske zemlje razlikuju po veličini, potrebno je usporediti investicije u tim zemljama sa stajališta FDI po glavi stanovnika što je prikazano grafikonom 5.

**Grafikon 5.** Inozemna izravna ulaganja *per capita* od 1993. do 2009. godine, u eurima

Izvor: Hrvatska narodna banka, Standardni prezentacijski format [online]. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm> [13. studenog 2010.]

Grafikon 5. prikazuje izravna inozemna ulaganja po glavi stanovnika za razdoblje od 1993. do 2009. godine. Vidljivo je da je najveća razina FDI *per capita* zabilježena u Češkoj (6.693,3 €), a zatim slijede Mađarska, Hrvatska, Bugarska i Slovačka, dok Slovenija i Poljska imaju znatno manji priljev investicija po stanovniku. Najmanji priljev ima Rumunjska (2.371,8 € FDI pc). Prema pokazatelju FDI *per capita* Republika Hrvatska zauzima treće mjesto.

Slijedi tablica 4. s pokazateljem zaduženosti koji prikazuje omjer izravnih inozemnih ulaganja i bruto domaćeg proizvoda.

**Tablica 4.** Izravna inozemna ulaganja kao postotak BDP-a 2009. godine

|           | BDP (mlrd. USD) | FDI (mlrd. USD) | FDI u % BDP-a |
|-----------|-----------------|-----------------|---------------|
| Bugarska  | 47,1            | 47,39           | 100,62        |
| Hrvatska  | 63,19           | 32,01           | 50,66         |
| Češka     | 194,8           | 117,0           | 60,06         |
| Mađarska  | 129,4           | 238,5           | 184,31        |
| Poljska   | 430,2           | 182,8           | 42,49         |
| Rumunjska | 161,5           | 75,42           | 46,70         |
| Slovačka  | 88,21           | 45,88           | 52,01         |
| Slovenija | 49,22           | 15,23           | 30,94         |

Izvor: CIA World Factbook [online] i vlastita obrada. Dostupno na:  
<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/index.html> [13. studenog 2010.]

Najveći pokazatelj zaduženosti omjera inozemnih izravnih ulaganja i BDP-a u 2009. godini ima Mađarska (184,31%) i Bugarska (100,62%). U ostalim zemljama taj omjer je gotovo dvostruko niži. U Hrvatskoj udio inozemnih izravnih ulaganja u BDP-u iznosi 50,66%, a najmanji udio bilježi Slovenija, svega 30,94%.

### 3.4. Utjecaj inozemnog duga na kreditni rejting

Visina kreditnog rejtinga u zemljama u razvoju važan je pokazatelj sposobnosti servisiranja financijskih obveza pojedine zemlje. Kreditni rejting podrazumijeva sintezu svega što jednu zemlju čini podobnom za dužnika: kreditna sposobnost, dobar ugled, solidna pozicija na tržištu, sposobnost plaćanja i spremnost da vrati dug. Viši kreditni rejting znači manji rizik, a time i veći broj investitora. Na kreditni rejting pojedine zemlje važan utjecaj ima i razina inozemne zaduženosti. (Kersan-Škabić i Mihovilović, 2006., str. 86.).

U nastavku slijedi tablica 5. koja prikazuje utjecaj inozemnog duga na kreditni rejting odabranih zemalja srednje i istočne Europe krajem 2008. godine, prema agenciji Standard & Poor's.

**Tablica 5.** Kreditni rejting odabranih zemalja krajem 2008. godine

|           | Inozemni dug u mil. USD | Inozemni dug (%BDP-a) | Kreditni rejting* | Izgledi   |
|-----------|-------------------------|-----------------------|-------------------|-----------|
| Češka     | 80.428                  | 37,9                  | AA                | stabilno  |
| Slovenija | 54.608                  | 105,7                 | AA                | stabilno  |
| Slovačka  | 52.527                  | 53,3                  | A+                | stabilno  |
| Poljska   | 243.477                 | 46,2                  | A-                | stabilno  |
| Hrvatska  | 54.769                  | 82,4                  | BBB               | negativno |
| Bugarska  | 51.456                  | 103,5                 | BBB               | negativno |
| Mađarska  | 215.265                 | 114,4                 | BBB-              | negativno |
| Rumunjska | 96.876                  | 49                    | BB+               | negativno |

Napomena: podaci nisu bili besplatno dostupni na stranici Standard & Poor's te je stoga korištena stranica časopisa Eukonomist i Poslovni dnevnik s web stranice poslovni.hr.

\* AAA najviši kreditni rejting, AA vrlo visok, A visok, BBB dobar kreditni rejting

Izvor: Eukonomist (2009), 5 (5), str. 51 [online], dostupno na: <http://www.eukonomist.com/> [12. studenog 2010.]  
i Poslovni dnevnik [online], dostupno na: <http://www.poslovni.hr/PD/> [12. studenog 2010.]

Iz tablice 5. vidljivo je da je najviši kreditni rejting prema agenciji Standard & Poor's ostvaren u Sloveniji i Češkoj kojima je dana ocjena 'AA', te u Slovačkoj i Poljskoj, s ocjenom 'A+' odnosno 'A-'. Ukoliko se promatra povezanost inozemnog duga i kreditnog rejtinga može se vidjeti da je od promatranih, razvijenijih zemalja najzaduženija Mađarska koja ujedno ima i najniži rejting 'BBB-'. U studenom 2010. godine ta je agencija potvrdila Mađarskoj kreditni rejting 'BBB-' i negativnu prognozu budući da vladini planovi ne nude rješenje za poboljšanje strukturnog deficita. Republika Češka s 37,9% inozemnog duga u BDP-u kao i viskom razinom izravnih inozemnih ulaganja spada među najstabilnije i najuspješnije nove članice Europske unije te ne čudi činjenica da ima i najbolju ocjenu kreditnog rejtinga. Usprkos visokom omjeru inozemnog duga i BDP-a, snažna pozicija Slovenije u smislu kreditnog rejtinga odražava njezine zdrave srednjoročne i dugoročne ekonomske perspektive i relativno velika kontrola vlade nad fiskalnim računima (*online* izvor: Rejting Mađarske srezan, a Slovenije potvrđen, 2009.). Zanimljivo je da je Slovačka jedina zemlja kojoj je unatoč financijskoj krizi u 2008. godini agencija S&P povećala kreditni rejting. Ulaskom u Europsku monetarnu uniju, odnosno prihvaćanjem eura kao valute, Slovačka je izbjegla mnoge zamke u koje su upale njezini susjedi u regiji te je zahvaljujući napretku u konkurentnosti povećana ocjena investicijskog rejtinga s 'A' na 'A+'.

Prema podacima HNB-a (2005.), ocjena investicijskog rejtinga za Hrvatsku u lipnju 2004. godine je 'BBB-' da bi se u prosincu iste godine poboljšala na 'BBB' i ostala na snazi sve do današnjeg dana. Iako se u razdoblju od 2004. do 2009. godine nominalna vrijednost ukupnog bruto inozemnog duga povećala te se pogoršala vrijednost pokazatelja D/BDP i D/X, što je detaljnije objašnjeno u sljedećem poglavlju, nije došlo do pogoršanja ocjene kreditnog rejtinga. Tome je vjerojatno pridonijela činjenica da je Hrvatska započela predpristupne pregovore za pridruživanje Europskoj Uniji, što na neki način objašnjava porast izravnih inozemnih ulaganja u Hrvatsku i intenziviranje trgovine s EU. Na taj bi se način mogla osigurati dugoročna sredstva za podmirenje dužničkih obveza prema kreditorima.

Može se zaključiti kako razina inozemne zaduženosti zasigurno ima utjecaj na formiranje ocjene kreditnog rejtinga pojedine zemlje, ali nije glavni činitelj pogoršanja ili poboljšanja te ocjene.

### 3. ANALIZA ZADUŽENOSTI REPUBLIKE HRVATSKE

Brojna istraživanja na temu zaduživanja Republike Hrvatske pokazuju da je javni dug u prihvatljivim granicama, tj. Hrvatska ispunjava Maastrichtski kriterij duga opće države koji je prema podacima Ministarstva financija (2010.) krajem travnja ove godine iznosio 120,55 milijardi kuna, odnosno 35,7% BDP-a. No, upozorava se na ukupnu zaduženost Hrvatske, a osobito u onom dijelu duga koji generiraju banke. U posljednjih nekoliko godina rastuća inozemna zaduženost Republike Hrvatske izaziva ozbiljnu zabrinutost jer ni država ni pojedinac ne mogu dugoročno gomilati svoje dugove, a da se pri tome ne suoče s velikim problemima koji mogu dovesti do dužničke krize. Prema zadnjim podacima HNB-a, bruto inozemni dug RH krajem svibnja 2010. godine iznosio je 44,4 milijarde eura.

#### 3.1. Pokazatelji vanjske likvidnosti i inozemne zaduženosti Republike Hrvatske

U ovom dijelu rada prikazani su pokazatelji stanja i tijeka bruto inozemnog duga Republike Hrvatske, u razdoblju od 2000.-2009. godine. Temeljem prikazanih pokazatelja donesena je i ocjena zaduženosti Republike Hrvatske, prema kriterijima Svjetske banke.

##### 3.1.1. Pokazatelji stanja bruto inozemnog duga

Odnos ukupnog inozemnog duga i bruto domaćeg proizvoda, D/BDP, krajem 2000. godine iznosio je 53%, a tijekom promatranog razdoblja dolazi do povećanja tog pokazatelja što je posljedica bržeg rasta inozemnog duga u odnosu na rast BDP-a (tablica 6.). Veća stopa rasta inozemnog duga od stope rasta BDP-a ukazuje na situaciju u kojoj privreda svoje potrebe ne financira iz vlastitih izvora, već se u značajnoj

mjeri okreće inozemnom zaduživanju. Možemo uočiti da je tijekom 2008. godine vrijednost tog pokazatelja premašila 80% što Hrvatsku, prema kriteriju Svjetske banke, klasificira u skupinu visoko zaduženih zemalja. Krajem 2009. D/BDP iznosi čak 95%.

**Tablica 6. Pokazatelji stanja bruto inozemnog duga RH 2000.-2009.**

| U mil. EUR i %                                       | 2000.    | 2001.    | 2002.    | 2003.    | 2004.    | 2005.    | 2006.    | 2007.    | 2008.    | 2009.    |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Ukupni inozemni dug (D)                              | 12.264   | 13.609   | 15.144   | 19.884   | 22.933   | 25.761   | 29.274   | 32.929   | 39.125   | 43.089   |
| BDP*   | 23.146   | 25.538   | 28.112   | 30.011   | 32.759   | 35.725   | 39.102   | 42.833   | 47.370   | 45.379   |
| Izvoz roba i usluga (X)                              | 9.419    | 10.809   | 11.128   | 13.141   | 14.243   | 15.273   | 16.990   | 18.307   | 19.905   | 16.144   |
| Izvoz roba i usluga + tekući transferi, prihodi (X2) | 10.614,5 | 12.142,3 | 12.581,1 | 14.679,3 | 15.827,6 | 16.901,4 | 18.629,5 | 19.883,1 | 21.589,4 | 17.751,1 |
| Međunarodne pričuve (R)                              | 3.783    | 5.334    | 5.651    | 6.554    | 6.436    | 7.438    | 8.725    | 9.307    | 9.121    | 10.376   |
| Kratkoročni inozemni dug (KD)                        | 976,9    | 593,1    | 578,1    | 1.607,8  | 2.633,6  | 3.402,1  | 4.301,3  | 4.387,4  | 6.172,2  | 4.907,6  |
| Multilateralni dug (javni kreditori) (MD)            | 2.500    | 2.600    | 2.500    | 2.700    | 3.000    | 3.200    | 3.400    | 3.500    | 3.800    | 4.400    |
| <b>Pokazatelji stanja</b>                            |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| <b>D/BDP</b>   | 53,0%    | 53,3%    | 53,9%    | 66,3%    | 70,0%    | 72,1%    | 74,9%    | 76,9%    | 82,6%    | 95,0%    |
| <b>D/X</b>   | 130,2%   | 125,9%   | 136,1%   | 151,3%   | 161,0%   | 168,7%   | 172,3%   | 179,9%   | 196,6%   | 266,9%   |
| <b>D/X2</b>  | 115,5%   | 112,1%   | 120,4%   | 135,5%   | 144,9%   | 152,4%   | 157,1%   | 165,6%   | 181,2%   | 242,7%   |
| <b>R/D</b>   | 30,8%    | 39,2%    | 37,3%    | 33,0%    | 28,1%    | 28,9%    | 29,8%    | 28,3%    | 23,3%    | 24,1%    |
| <b>KD/D</b>  | 8,0%     | 4,4%     | 3,8%     | 8,1%     | 11,5%    | 13,2%    | 14,7%    | 13,3%    | 15,8%    | 11,4%    |
| <b>MD/D</b>  | 20,4%    | 19,1%    | 16,5%    | 13,6%    | 13,1%    | 12,4%    | 11,6%    | 10,6%    | 9,7%     | 10,2%    |

\* Početkom 2009. DZS je revidirao podatke o BDP-u za razdoblje od 1995. do 2008., koji sada uključuju procjenu sive ekonomije, novu procjenu stambene rente te novu procjenu i raspodjelu usluga financijskog posredovanja. Podaci o BDP-u za 2006., 2007., 2008. i 2009. temelje se na procjeni tromjesečnog obračuna i kao takvi privremenog su karaktera.

Izvor: Bilten HNB, baza gospodarskih odnosa s inozemstvom HNB, vlastita obrada. Dostupno na:

<http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm> [20. listopada 2010.]

Prema podacima HNB-a (2000.), odnos ukupnog inozemnog duga i izvoza roba i usluga, D/X, 1998. godine iznosio je 120,4%, a već 1999. godine 133% te time Hrvatska prelazi iz skupine manje zaduženih zemalja u skupinu srednje zaduženih. Zbog bržeg rasta inozemnog duga u odnosu na rast izvoza roba i usluga, dolazi do porasta tog pokazatelja tijekom promatranog razdoblja. Zabrinjavajuća je činjenica da je krajem 2009. godine D/X iznosio visokih 266,9% što Hrvatsku klasificira u skupinu visoko zaduženih zemalja.

Ako se u obzir uzme činjenica da je Hrvatska veliki primatelj tekućih transfera iz inozemstva (osobito radničkih doznaka), pribrajanjem vrijednosti priljeva po osnovi tekućih transfera izvozu roba i usluga dobijemo pokazatelj D/X2. (Andrijević-Matovac i Jošić, 2010., str. 199.). Vrijednost tog pokazatelja u prosjeku je niža 14-16% u odnosu na vrijednost pokazatelja D/X. Razlika je jedino u tome što je prema pokazatelju D/X2 Hrvatska tek 2003. godine ušla u skupinu srednje zaduženih zemalja. Kako je prema opće usvojenoj definiciji kreditni bonitet neke zemlje narušen ako vrijednost pokazatelja premaši 200%, možemo reći da je prema tom pokazatelju kreditni bonitet RH ugrožen jer krajem 2009. godine iznosi visokih 242,7%.

Zadovoljavajuća pokrivenost inozemnog duga međunarodnim pričuvama, R/D, postiže se na razini pri kojoj međunarodne pričuve iznose 25% vrijednosti inozemnog duga. Najviša vrijednost ovog pokazatelja zabilježena je krajem 2001. godine (39,2%), a najniža krajem 2008. godine kada R/D iznosi 23,3% što pokazuje da je vanjska likvidnost Hrvatske ugrožena.

Udio kratkoročnog duga u ukupnom inozemnom dugu, KD/D, bio je relativno nizak u razdoblju 2000.-2003. godine (u rasponu od 3,8% do 8,1%). No, krajem 2004. godine vrijednost tog pokazatelja dosegla je dvoznamenkastu razinu (11,5%) te raste do 2006. godine, a nakon toga je uslijedilo blago smanjenje na razinu od 13,3%. Krajem 2008. godine raste na 15,8%, kada je zabilježena i najviša vrijednost tog pokazatelja da bi krajem 2009. godine uslijedilo smanjenje na razinu od 11,4% ukupnog inozemnog duga.

Iako se tijekom promatranog razdoblja multilateralni dug nominalno povećava, njegova stopa rasta niža je od stope rasta ukupnog inozemnog duga, što dovodi do opadajućih vrijednosti relativnog pokazatelja MD/D s 20,4% krajem 2000. godine na 10,2% krajem 2009. Smanjenje ovog pokazatelja posljedica je trenda zaduživanja domaćih dužnika izdavanjem obveznica na međunarodnim tržištima kapitala te porasta zaduživanja kod privatnih inozemnih kreditora.

### 3.1.2 Pokazatelji tijeka bruto inozemnog duga

Pokazatelji tijeka inozemne zaduženosti Republike Hrvatske izvedeni su za razdoblje 2000.-2008. i prikazani tablicom 7.

**Tablica 7. Pokazatelji tijeka bruto inozemnog duga RH 2000.-2008.**

| U mil. EUR i %  | 2000.     | 2001.     | 2002.     | 2003.     | 2004.     | 2005.     | 2006.     | 2007.     | 2008.     |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Korištenja novih zajmova (NZ)*                          | 4.424,2   | 5.100,5   | 5.518,4   | 7.982,5   | 6.913,4   | 6.851,7   | 10.700,4  | 10.740,4  | 11.104,0  |
| Otplata duga (glavnica+kamate) (OD) <sup>1</sup>        | 2.876,5   | 4.234,8   | 3.526,5   | 3.479,7   | 4.055,3   | 4.738,9   | 7.405,6   | 7.147,8   | 7.380,1   |
| Otplata glavnice (OG)*                                  | 2.361,4   | 3.615,8   | 3.003,9   | 2.953,1   | 3.492,7   | 4.054,8   | 6.580,7   | 6.186,8   | 6.106,6   |
| Otplata kamata (OK)*                                    | 515,1     | 619,0     | 522,7     | 526,6     | 562,6     | 684,1     | 824,8     | 961,0     | 1.273,5   |
| Neto financijski transferi (korištenja-otpl.gl.) (NFT)* | 2.062,8   | 1.484,7   | 2.514,5   | 5.029,4   | 3.420,7   | 2.796,9   | 4.119,6   | 4.553,6   | 4.997,4   |
| Izvoz roba i usluga (X)                                 | 9.419     | 10.809    | 11.128    | 13.141    | 14.243    | 15.273    | 16.990    | 18.307    | 19.905    |
| Izvoz roba i usluga + tekući transferi, prihodi (X2)    | 10.614,50 | 12.142,30 | 12.581,10 | 14.679,30 | 15.827,60 | 16.901,40 | 18.629,50 | 19.883,10 | 21.589,40 |
| Uvoz roba i usluga (M)                                  | 10.440,20 | 12.101,1  | 13.801,0  | 15.178,7  | 16.198,8  | 17.473,2  | 19.631,5  | 21.473,8  | 23.740,5  |
| Međunarodne pričuve (R)                                 | 3.783     | 5.334     | 5.651     | 6.554     | 6.436     | 7.438     | 8.725     | 9.307     | 9.121     |
| BDP**   | 23.146    | 25.538    | 28.112    | 30.011    | 32.759    | 35.725    | 39.102    | 42.833    | 47.370    |
| <b>Pokazatelji tijeka</b>                               |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| OD/X  | 30,5%     | 39,2%     | 31,7%     | 26,5%     | 28,5%     | 31,0%     | 43,6%     | 39,0%     | 37,1%     |
| OD/X2   | 27,1%     | 34,9%     | 28,0%     | 23,7%     | 25,6%     | 28,0%     | 39,8%     | 35,9%     | 34,2%     |
| OK/X  | 5,5%      | 5,7%      | 4,7%      | 4,0%      | 4,0%      | 4,5%      | 4,9%      | 5,2%      | 6,4%      |
| OK/X2   | 4,9%      | 5,1%      | 4,2%      | 3,6%      | 3,6%      | 4,0%      | 4,4%      | 4,8%      | 5,9%      |
| OG/NZ   | 53,4%     | 70,9%     | 54,4%     | 37,0%     | 50,5%     | 59,2%     | 61,5%     | 57,6%     | 55,0%     |
| R/(OD/12)   | 15,8      | 15,1      | 19,2      | 22,6      | 19,0      | 18,8      | 14,1      | 15,6      | 14,8      |
| NFT/M   | 19,8%     | 12,3%     | 18,2%     | 33,1%     | 21,1%     | 16,0%     | 21,0%     | 21,2%     | 21,1%     |
| NFT/BDP   | 8,9%      | 5,8%      | 8,9%      | 16,8%     | 10,4%     | 7,8%      | 10,5%     | 10,6%     | 10,5%     |
| NZ/M  | 42,4%     | 42,1%     | 40,0%     | 52,6%     | 42,7%     | 39,2%     | 54,5%     | 50,0%     | 46,8%     |
| OK/BDP  | 2,2%      | 2,4%      | 1,9%      | 1,8%      | 1,7%      | 1,9%      | 2,1%      | 2,2%      | 2,7%      |

\* Podaci preuzeti iz Zbornika Ekonomskog fakulteta u Zagrebu Vol. 8. No.1., Andrijević-Matovac, A. i Jošić, H. (2010.), Održivost vanjskog duga Republike Hrvatske.

\*\* Početkom 2009. DZS je revidirao podatke o BDP-u za razdoblje od 1995. do 2008., koji sada uključuju procjenu sive ekonomije, novu procjenu stambene rente te novu procjenu i raspodjelu usluga financijskog posredovanja. Podaci o BDP-u za 2006., 2007., 2008. i 2009. temelje se na procjeni tromjesečnog obračuna i kao takvi privremenog su karaktera.

Izvor: Bilten HNB, baza gospodarskih odnosa s inozemstvom HNB, vlastita obrada. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm> [3. studenog 2010.]

Vrijednost pokazatelja otplate duga u odnosu prema izvozu roba i usluga, OD/X, volatilan je tijekom promatranog razdoblja. Najmanja vrijednost tog pokazatelja zabilježena je 2003. godina kada je iznosila 26,5%. Međutim, od 2004. do 2006. godine teret otplate duga raste brže od prihoda ostvarenih izvozom roba i usluga te dolazi do porasta OD/X na 43,6% krajem 2006. U 2007. godini iznosi 39,0% da bi krajem 2008. godine zabilježeno malo smanjenje na 37,1%.

Ukoliko se vrijednosti izvoza roba i usluga pribroje prihodi od tekućih transfera dobiva se pokazatelj OD/X2, čija je vrijednost tijekom promatranog razdoblja nešto niža od OD/X, no i dalje iznad 20%. Naime, smatra se da ukoliko vrijednost pokazatelja prijeđe 20% postoji opasnost od inozemne nelikvidnosti zemlje. Visoka vrijednost ovog pokazatelja uvjetovana je činjenicom da se uglavnom radi o visokim otplatama glavnice – omjeri kamata i izvoza roba i usluga kretali su se u rasponu od 4,0-6,4% (OK/X), tj. 3,6-5,9% (OK/X2).

Odnos otplaćene glavnice inozemnog duga i korištenja novih zajmova, OG/NZ, bilježi blagi pad s 57,6% u 2007. na 55,0% u 2008. godini što pokazuje da su nova korištenja (zaduženja iz inozemstva) veća od dužničkih obveza po osnovi glavnice. Ovaj pokazatelj govori da su otplate manje od novih korištenja, odnosno da se inozemni dug kontinuirano povećava tijekom promatranog razdoblja. Najniža vrijednost pokazatelja zabilježena je 2003. godine kada je 37,0% vrijednosti novih korištenja pokriveno otplatama glavnice.

Pokazatelj R/(OD/12) pokazuje koliko bi se mjeseci mogao otplaćivati dug (glavnica i kamate) korištenjem raspoložive razine međunarodnih pričuva države. (Andrijević-Matovac i Jošić, 2010., str. 202.). Vrijednost tog pokazatelja rasla je u razdoblju od 2000. do 2003. godine s 15,8 na 22,6. Tijekom 2004. i 2005. vrijednost pokazatelja je smanjena na prosječnih 18,9 što znači da je razina međunarodnih pričuva bila dovoljna za otplatu dužničkih obveza tijekom 6 tromjesečja. Tijekom 2006, 2007 i 2008. godine R/(OD/12) iznosi prosječnih 14,9 te je razina međunarodnih pričuva bila dovoljna za otplatu dužničkih obveza tijekom 5 tromjesečja, budući da je dinamika rasta dužničkih obveza premašila dinamiku rasta raspoložive razine međunarodnih pričuva.

Omjer neto financijskih transfera i uvoza roba i usluga, NFT/M, u razdoblju od 2000. do 2003. godine povećao se s 19,8% na 33,1%, da bi u idućim godinama iznosio prosječnih 21% (izuzev 2005. kada je vrijednost pokazatelja bila 16,0%). Ovaj pokazatelj pokazuje koliko se posuđenih sredstava koristi za financiranje uvoza na račun investiranja posuđenih sredstava.

Odnos neto financijskih transfera i bruto domaćeg proizvoda, NFT/BDP, koji pokazuje doprinos novonastalog inozemnog duga gospodarskom rastu zemlje, također raste u razdoblju od 2000. do 2003. godine s početnih 8,9% na 16,8%, da bi u ostatku promatranog razdoblja iznosio prosječnih 10,5% (izuzev 2005. godine kada iznosi 7,8%).

Pokazatelj NZ/M pokazuje stupanj financiranja uvoza roba i usluga isključivo kroz nova zaduženja u inozemstvu, a njegova vrijednost se tijekom 2000.-2008. godine kretala u rasponu od 39,2-54,5% premašivši uvelike kritičnu granicu od 16-28% prema kriterijima Svjetske banke.

Udio plaćanja kamata po osnovi inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu, OK/BDP, je relativno nizak tijekom promatranog razdoblja i kreće se u rasponu od 1,7% do 2,7%. Prema kriterijima Svjetske banke, kritična vrijednost ovog pokazatelja je iznad 3%. Stoga, možemo zaključiti da Hrvatskoj zasada ne prijete opasnost od međunarodne nelikvidnosti po osnovi vraćanja kamata na inozemni dug, odnosno, glavnina dužničkog tereta RH odnosi na otplate glavnice duga.

### 3.2. Održivost inozemnog duga Republike Hrvatske

Analiza je pokazala da se Hrvatska nalazi u nepovoljnoj poziciji što se tiče visine duga i pokazatelja inozemne zaduženosti te je stoga potrebno sagledati sposobnost hrvatskog gospodarstva da podnese takvu razinu inozemnog duga.

Slijedi tablica 8. koja prikazuje indikatore gospodarskog razvoja Republike Hrvatske za razdoblje od 2000. do 2009. godine.

**Tablica 8.** Indikatori gospodarskog razvoja RH (2000.-2009.)

|                                       | 2000.  | 2001.  | 2002.  | 2003.  | 2004.  | 2005.  | 2006.  | 2007.  | 2008.  | 2009.  |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| BDP u mil. EUR                        | 23.146 | 25.538 | 28.112 | 30.011 | 32.759 | 35.725 | 39.102 | 42.833 | 47.370 | 45.379 |
| BDP <i>per capita</i> , EUR           | 5.229  | 5.752  | 6.331  | 6.759  | 7.380  | 8.043  | 8.807  | 9.656  | 10.683 | 10.245 |
| Stopa rasta realnog BDP-a u %         | 3,0    | 3,8    | 5,4    | 5,0    | 4,2    | 4,2    | 4,7    | 5,5    | 2,4    | -5,8   |
| Inflacija u %                         | 4,6    | 3,8    | 1,7    | 1,8    | 2,1    | 3,3    | 3,2    | 2,9    | 6,1    | 2,4    |
| Izvoz roba i usluga u % BDP-a         | 40,7   | 42,3   | 39,6   | 43,8   | 43,5   | 42,8   | 43,5   | 42,7   | 42,0   | 35,6   |
| Uvoz roba i usluga u % BDP-a          | 45,1   | 47,4   | 49,1   | 50,6   | 49,4   | 48,9   | 50,2   | 50,1   | 50,1   | 39,4   |
| Tekući račun platne bilance u % BDP-a | -2,5   | -3,2   | -7,5   | -6,3   | -4,4   | -5,5   | -6,9   | -7,6   | -9,2   | -5,4   |
| Proračunski deficit u % BDP-a         | -6,5   | -5,9   | -4,3   | -5,4   | -4,2   | -3,5   | -2,6   | -2,0   | -1,8   | -4,3   |
| Bruto inozemni dug u % BDP-a          | 53,0   | 53,3   | 53,9   | 66,3   | 70,0   | 72,1   | 74,9   | 76,9   | 84,3   | 94,9   |
| Stopa nezaposlenosti u % (ILO)        | 16,1   | 15,8   | 14,8   | 14,3   | 13,8   | 12,7   | 11,2   | 9,6    | 8,4    | 9,7    |

Izvor: Hrvatska narodna banka (2010), *Ekonomski indikatori* [online]. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm> [5. studenog 2010.]

Hrvatska s 4,4 milijuna stanovnika i bruto domaćim proizvodom od 10.245 eura *per capita* u 2009. godini predstavlja malo tržište. No, upravo zbog malog tržišta, a dobre geoprometne pozicije, investicije bi trebale biti izvozno orijentirane.

Tendenciju kretanja ukupne gospodarske aktivnosti jedne nacionalne ekonomije najbolje pokazuje realna stopa rasta BDP-a, koja je u Hrvatskoj u 2007. bila 5,5%, što je njena najveća razina u promatranom razdoblju, da bi već u 2008. godini pala na 2,4%, a u 2009. godini bilježi negativan predznak.

U razdoblju od 2000. do 2009. godine mogu se uočiti stalni deficiti na tekućem računu kao i deficiti državnog proračuna. Deficit tekućeg računa posljedica je deficita robne razmjene (uvoz roba veći od izvoza roba), ali i manjka na računu faktorskih dohodaka. U 2009. godini deficit platne bilance iznosi oko 2,5 mlrd. eura, odnosno 5,4% BDP-a, a na to je utjecao nedostatan izvozni potencijal nacionalne ekonomije nasuprot sklonosti uvozu. Iz tablice je vidljivo da se u RH uvoz kontinuirano povećava, a inozemni dug neodrživo raste. U 2009. godini inozemni dug iznosio je oko 43 mlrd. eura, a time je dosegao razinu od 94,9% BDP-a. Ovaj negativan odnos velikog trošenja i manjeg privređivanja, stvara ovisnost Hrvatske o inozemnim kreditorima. Deficit državnog proračuna je pokazatelj velike državne potrošnje i može se financirati zaduživanjem na domaćem ili inozemnom tržištu kapitala. Do 2005. godine proračunski deficit prelazi granicu utvrđenu Maastrichtskim kriterijima budući da je veći od 3% BDP-a, u sljedeće tri godine je unutar održivih granica da bi u 2009. godini dosegao razinu od 4,3% BDP-a. Dodatni problem za održivost inozemnog duga RH predstavlja i činjenica da je bruto inozemni dug u postotku BDP-a u 2009. godini veći za oko 79% u odnosu na 2000. godinu.

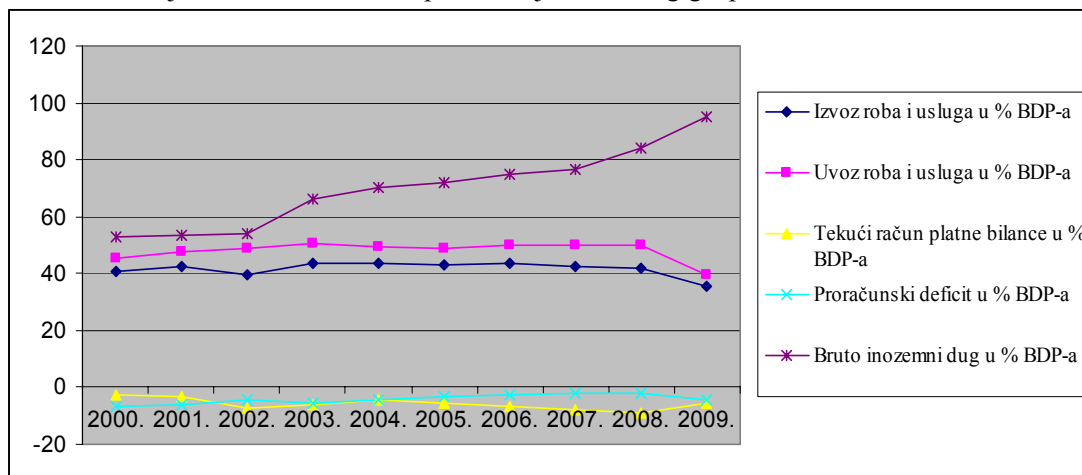
Ministarstvo financija (2009.) donijelo je određeni plan kako preusmjeriti zaduživanje države na domaće tržište, a Hrvatska narodna banka je 2004. godine uvela stopu obvezne granične pričuve s ciljem usporavanja rasta inozemnog zaduživanja banaka koja je nekoliko puta povećana da bi u 2006. godini iznosila 55% izdvajanja od porasta inozemnog zaduživanja. (Andrijević-Matovac i Jošić, 2010., str.195). Na taj način, interes banaka za posuđivanje u inozemstvu i visina njihovog inozemnog zaduženja postupno su smanjivani. S pojavom financijske krize, HNB je u listopadu 2008. godine ukinula obveznu graničnu pričuvu te time vratila na raspolaganje oko 355 milijuna eura i 129 milijuna dolara poslovnim bankama, kako bi im osigurala dodatnu deviznu likvidnost i nesmetano ispunjavanje obveza prema klijentima (HNB, 2008.). No, dok god Hrvatska bude imala visoke deficite tekućeg računa i proračuna koji nisu praćeni visokim stopama rasta gospodarstva postojat će potreba za inozemnim zaduživanjem.



Brojni autori navode kako Hrvatska treba izvozniciima dati veće povlastice kako bi potakla rast izvoza po višoj stopi od stope rasta uvoza. To nije moguće ostvariti u kratkom roku, ali kroz dugoročno razdoblje ostvarili bi se pomaci u smanjivanju vanjskotrgovinskog deficita kao generatora rasta zaduživanja. (Kersan-Škabić i Mihovilović, 2006., str.195).

U nastavku rada slijedi grafikon 6. koji prikazuje kretanje makroekonomskih pokazatelja hrvatskog gospodarstva u razdoblju od 2000. do 2009. u postotku BDP-a.

**Grafikon 6.** Kretanje makroekonomskih pokazatelja hrvatskog gospodarstva od 2000.-2009. u % BDP-a



Izvor: Hrvatska narodna banka (2010), *Ekonomski indikatori* [online] i vlastita obrada. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm> [5. studenog 2010.]

Iz grafikona 6. je vidljiv porast odnosa inozemni dug/BDP u razdoblju od 2000. do 2009. godine uslijed stalnih tekućih deficita platne bilance i proračunskog deficita koji se od 2004. godine postupno smanjuje.

Financiranje deficita na tekućem računu platne bilance i proračunskog deficita inozemnim zaduživanjem utječe na pogoršanje međunarodnog kreditnog rejtinga zemlje, što rezultira poskupljenjem zaduživanja na svjetskom tržištu. (Andrijević-Matovac i Jošić, 2010., str. 197.).

Ono što osobito zabrinjava je tendencija rasta zaduživanja Hrvatske koja nije popraćena odgovarajućim i bržim rastom gospodarske aktivnosti što onda može rezultirati dužničkom krizom. Preporuka je smanjiti državnu potrošnju, ograničiti rast kredita namijenjenih uvozu, potaknuti domaću proizvodnju i izvoz te uspostaviti bolju koordinaciju monetarne i fiskalne politike.

#### 4. ZAKLJUČAK

Inozemna zaduženost, kao posljedica višegodišnje neravnoteže tekućih računa bilanca plaćanja zemalja u razvoju, danas predstavlja najveću opasnost cjelokupnom svjetskom financijskom i ekonomskom sustavu.

Zaduživanje ne bi predstavljalo problem ukoliko zemlja ostvaruje dovoljno visoke prihode putem izvoza roba i usluga, no situacija je najčešće obratna; zemlje se zadužuju jer nisu u stanju pokrivati velike obveze proizašle iz prevelikog uvoza. U 2009. godini prema pokazatelju D/X najzaduženija je Hrvatska u kojoj ukupni inozemni dug čini 266,9% izvoza roba i usluga, a slijedi Bugarska sa 226,3%. Zabrinjavajuća je činjenica da su te dvije zemlje prema kriteriju Svjetske banke prešle iz srednje zaduženih u visoko zadužene jer je u 2009. godini taj pokazatelj veći od 220%. U srednje zadužene zemlje ubraja se Rumunjska, Slovenija, Mađarska i Poljska. Češka je i prema ovom pokazatelju najmanje zadužena zemlja s 63,1%, a u tu skupinu u 2009. godini ubraja se još samo Slovačka.



U ekonomijama u tranziciji izravna inozemna ulaganja pokazala su se kao stabilniji izvor financiranja od bilo kojeg drugog priljeva inozemnog kapitala i većinom ne stvaraju dug u inozemnoj valuti. Posebna važnost FDI za zemlje srednje i istočne Europe proizlazi iz mogućnosti prelijevanja proizvodnog i organizacijskog znanja inozemnih poduzeća što je osobito važno u restrukturiranju ekonomija u tranziciji. Iz tih se razloga javlja i sve oštrija konkurentna borba za privlačenjem inozemnih investitora. U prilog tome ide i činjenica da izravna inozemna ulaganja mogu odigrati važnu ulogu u oporavku zaduženosti pojedine zemlje. Analizom FDI-ja u promatranim zemljama utvrđeno je da je uloga inozemnog kapitala rasla razmjerno brzini kojom su one ostvarile transformaciju i reformu prema tržišnom gospodarstvu te postizale određeni stupanj stabilizacije. Upravo zato je i koncentracija inozemnog kapitala u zemljama s najboljim reformskim rezultatima, kao što su Poljska, Češka i Mađarska. Uspoređujući Hrvatsku s promatranim zemljama uočava se da je u posljednjih par godina prije globalne krize bilježila sve veći priljev izravnih inozemnih ulaganja, no ta ulaganja nisu rezultirala očekivanim pozitivnim efektima na gospodarstvo budući da su bila usmjerena u lokalne, većinom uslužne sektore.

Visina kreditnog rejtinga u zemljama srednje i istočne Europe važan je pokazatelj sposobnosti servisiranja financijskih obveza pojedine zemlje. Krajem 2008. godine najviši kreditni rejting prema mjerenjima agencije Standard & Poor's ostvaren je u Sloveniji i Češkoj kojima je dana ocjena 'AA' te u Slovačkoj ('A+') i Poljskoj ('A-').

Republika Hrvatska pokazala je sklonost gomilanju inozemnog duga. Zabrinjavajući je rastući trend zaduživanja koji nije praćen odgovarajućim, bržim rastom gospodarske aktivnosti. Izračunati pokazatelji inozemne zaduženosti upozoravaju na kritično stanje hrvatskog gospodarstva. Od 2000. do 2008. godine inozemni dug se učetverostručio. Prema visini udjela inozemnog duga u izvozu roba i usluga (D/X) Hrvatska se od 2009. godine klasificira u skupinu visoko zaduženih zemalja jer D/X iznosi 266,9%. Analizirajući ostale pokazatelje inozemne zaduženosti, opasnost od visoke zaduženosti pokazuje odnos otplate inozemnog duga prema izvozu roba i usluga te odnos otplaćene glavnice inozemnog duga i korištenja novih zajmova. Omjer neto financijskih transfera i uvoza roba i usluga također ukazuje na opasnost od dužničke krize u RH jer Hrvatska od posuđenih sredstava financira 21,1% vrijednosti uvoza, premašivši tako kritičnu granicu od 3%.

Proučavanjem odabranih ekonomskih pokazatelja Republike Hrvatske uočava se spori rast ukupne gospodarske aktivnosti, visoka stopa nezaposlenosti, nedovoljan izvoz, visok deficit tekućeg računa platne bilance, proračunski deficit i veoma visok inozemni dug. S ovakvim gospodarskim pokazateljima, prioritet hrvatskog gospodarstva je povećanje izvoza i smanjenje inozemnog duga. Preporuka je smanjiti državnu potrošnju, ograničiti rast kredita namijenjenih uvozu, potaknuti domaću proizvodnju i izvoz te uspostaviti bolju koordinaciju monetarne i fiskalne politike.

## LITERATURA

1. Andrijević-Matovac, V. i Jošić, H. (2010.), Održivost vanjskog duga Republike Hrvatske. U: Grgić Mato, ur. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol.8 No.1* Zagreb: Ekonomski fakultet, str. 193-209.
2. Bankamagazin (2010.), *Inozemna ulaganja: Hrvatska na kraju svijeta* [online]. Dostupno na: <http://www.bankamagazine.hr/Naslovnica/Komentariianalize/tabid/138/View/Details/ItemID/59364/ttl/Inozemna-ulaganja-Hrvatska-na-kraju-svijeta/Default.aspx> [02. prosinca 2010.]
3. Bankamagazin (2009.), *Rejting Mađarske srezan, a Slovenije potvrđen* [online]. Dostupno na: <http://www.bankamagazine.hr/Naslovnica/Vijesti/Regija/tabid/103/View/Details/ItemID/50042/ttl/SP-Rejting-Madarske-srezan-a-Slovenije-potvrden/Default.aspx>
4. Bilas, V. i Franc, S. (2006.), *Uloga inozemnih izravnih ulaganja i načini poticanja* [online], serija članaka u nastajanju (br.06-13), Ekonomski fakultet Zagreb. Dostupno na: <http://web.efzg.hr/RePEc/pdf/Clanak%2006-13.pdf> [13. studenog 2010.]
5. CIA World Factbook, *podaci o BDP-u i FDI za pojedinu zemlju* [online]. Dostupno na: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/index.html> [13. studenog 2010.]

6. DB Research, *podaci za Češku* [online]. Dostupno na: [http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?rwdspl=0&rwnode=CIB\\_INTERNET\\_ENPROD\\$CIBMAP&rwsite=CIB\\_INTERNET\\_EN-PROD](http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?rwdspl=0&rwnode=CIB_INTERNET_ENPROD$CIBMAP&rwsite=CIB_INTERNET_EN-PROD) [12. listopada 2010.]
7. EBRD, *Transition report* [online]. Dostupno na: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR09g.pdf> [12. listopada 2010.]
8. Eukonomist (2009.), 5 (5) [online]. Dostupno na: <http://www.eukonomist.com/> [12. studenog 2010.]
9. Eurostat, *Total population* [online]. Dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tps00001&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>
10. Newton group (2003.), *Foreign direct investments effects on balance of payments* [online]. Dostupno na: <http://www.newton.cz/redsyst/docs/analyzy/macroanalyses/00b3a515833d8cbc34f764b3c74b190a.pdf> [02. studenog 2010.]
11. Hrvatska narodna banka (2010.), *Ekonomski indikatori* [online]. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm> [05. studenog 2010.]
12. Hrvatska narodna banka (2008.), *Priopćenje za javnost* [online]. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/priopc/2008/hrv/hp10102008.htm> [5. studenog 2010.]
13. Hrvatska narodna banka, *Standardni prezentacijski format* [online]. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm> [12. listopada 2010.]
14. Jošić, H. (2008.), Komparativna analiza pokazatelja vanjske zaduženosti Republike Hrvatske i tranzicijskih zemalja. U: Grgić Mato, ur. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol.6 No.1* Zagreb: Ekonomski fakultet, str. 179-191.
15. Kačan, A. (2000.), *Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske* [online]. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/publikac/pregledi/p-004.pdf> [15. travnja 2010.], str. 1.
16. Kersan-Škabić, I. i Mihovilović, G. (2006.), Komparativna analiza zaduženosti Hrvatske i zemalja srednje i istočne Europe, *Ekonomski istraživanja*, 19 (1), 78-91.
17. United Nations Economic Commission for Europe [online]. Dostupno na: <http://w3.unece.org/pxweb/DATABASE/STAT/Economics.stat.asp> [10. listopada 2010.]